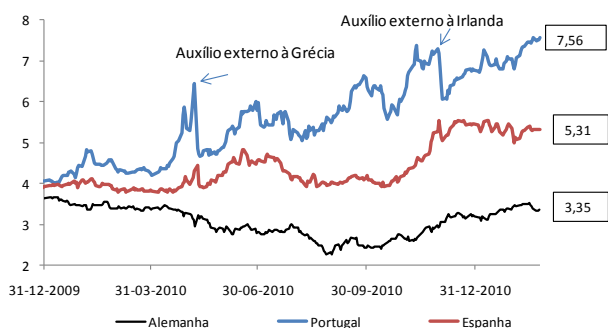


**Condições de Mercado**

1 A taxa de rendibilidade (*yield*) das Obrigações do Tesouro (OT) portuguesas com maturidade a 10 anos continuou a apresentar nos últimos meses um aumento persistente, ultrapassando mesmo os níveis verificados por altura do auxílio externo à Grécia e à Irlanda. No entanto, a *yield* actual, de 7,56%, é inferior à registada por estes países aquando das intervenções externas ocorridas durante 2010, de 12,49% e 9,31%, respectivamente. Comparativamente às obrigações alemãs, o diferencial das OT portuguesas a 10 anos situou-se em 4,87 pontos percentuais (p.p.) no dia 24 de Fevereiro de 2011, o que compara com 1,08 p.p. há um ano atrás e com 3,58 p.p. a 31 de Dezembro de 2010.

**Gráfico 1 – Evolução das *yields* das OT a 10 anos (em %)**

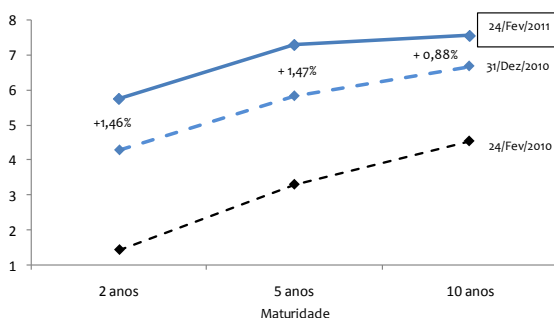


Fontes: Banco de Portugal, Banco de Espanha, Bundesbank.  
Nota: O último valor assinalado no gráfico refere-se ao dia 24/Fev/2011.

2 A evolução ascendente das *yields* das OT portuguesas contrasta com a observada pelas congéneres espanholas, que estabilizaram a um nível historicamente elevado, atingido por ocasião da intervenção externa na Irlanda. O alargamento da diferença relativamente a Espanha, que se verifica desde o final de 2010, indicia a percepção de um maior risco específico da República Portuguesa.

3 A curva de rendimentos das OT apresentou desde o início do ano, uma subida em todas as maturidades, principalmente nas maturidades mais curtas, tornando a curva menos inclinada, o que é normalmente um indicador do aumento da sensibilidade ao risco de crédito por parte dos investidores.

**Gráfico 2 – Curva de Rendimento das OT (em %)**

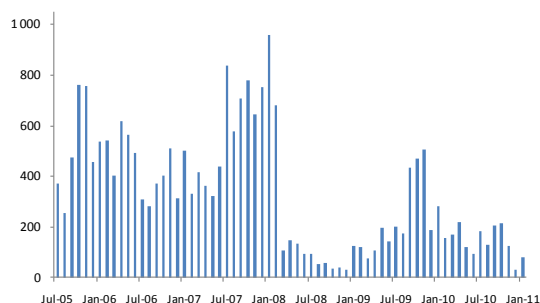


Fonte: Banco de Portugal. Cálculos da UTAO

4 Nas OT a 5 anos observou-se um aumento da *yield* em 1,47 p.p. entre o final de Dezembro e o dia 24 de Fevereiro, ficando apenas a 0,26 p.p. da *yield* das OT a 10 anos.

5 Esta tendência de subida de *yields* ocorreu numa fase em que as transacções médias diárias de títulos de dívida portuguesa no mercado secundário registaram uma diminuição acentuada, verificando-se nos meses de Dezembro de 2010 e Janeiro de 2011 os valores mais baixos desde final de 2008 (30 e 82 M€, respectivamente), contribuindo esta redução de liquidez de mercado para o aumento da volatilidade entretanto verificada.

**Gráfico 3 – Evolução das transacções médias diárias de dívida pública no mercado secundário (em M€)**



Fonte: IGCP.

6 No que se refere ao *rating* atribuído pelas agências de notação, a dívida pública portuguesa encontra-se em avaliação (*Outlook* negativo), o que significa que existe uma maior probabilidade de ocorrer de uma revisão em baixa nos próximos meses, com eventuais consequências ao nível da recomposição das carteiras dos principais detentores.

**Tabela 1 – Evolução da notação de crédito da República**

	S&P	Moody's	Fitch
Dez-09	AA-	Aa2	AA
24-Mar-10			AA- ↓
27-Abr-10	A- ↓		
13-Jul-10		A1 ↓	
23-Dez-10			A+ ↓
<i>Outlook</i>	Creditwatch negative	Possible downgrade	Negative

Fontes: IGCP, DGO.  
Nota: O símbolo ↓ significa a redução da notação de crédito.

**Movimento da Dívida Pública**

7 No final de Janeiro de 2011, a dívida directa do Estado situou-se em 151 562 M€, registando uma diminuição de 213 M€ face ao mês anterior e um aumento de 17 818 M€ comparativamente ao mês homólogo de 2010 (13,3%). Em relação ao mês anterior, verificou-se em Janeiro um aumento da maturidade média de 5,8 para 6 anos, a qual se deveu à amortização líquida de títulos de curto prazo (BT), compensada pela emissão líquida de títulos de médio e longo prazo (OT e *Medium Term Notes* - MTN). No que se refere à dívida não titulada, a subscrição de Certificados

do Tesouro não foi suficiente para compensar o resgate de Certificados de Aforro.

**Tabela 2 – Dívida directa do Estado (posições em final de período)**

	Jan-10	Dez-10	Jan-11	tvh (%)
<b>Titulada</b>	<b>116 617</b>	<b>134 242</b>	<b>134 879</b>	<b>15,7%</b>
Curto prazo	22 701	24 946	23 146	2,0%
Médio e longo prazo	93 916	109 296	111 733	19,0%
<b>Não titulada</b>	<b>17 127</b>	<b>17 533</b>	<b>16 683</b>	<b>-2,6%</b>
Cert. Aforro	16 824	15 471	15 289	-9,1%
Cert. do Tesouro	0	685	781	
Outra	303	1 377	613	102,3%
<b>Total</b>	<b>133 744</b>	<b>151 775</b>	<b>151 562</b>	<b>13,3%</b>
Por memória:				
Transaccionável	112 183	129 354	129 891	15,8%
Não Transaccionável	21 562	22 420	21 671	0,5%
Não euro	2 930	2 340	2 241	-23,5%

Fonte: IGCP. Cálculos da UTAO. Unidade: em M€  
Nota: As posições estão valorizadas ao valor nominal, excepto os títulos emitidos a desconto, que se encontram ao valor descontado.

8 Nas últimas colocações de dívida continuou a observar-se um aumento generalizado da taxa média de emissão, comparativamente a emissões de igual maturidade. Com efeito, a OT a 4 anos emitida em Janeiro remunera os investidores a uma taxa anual 1,4 p.p. acima da emissão equivalente, efectuada no dia 27 de Outubro de 2010. Esta evolução é consequência da já referida alteração das condições verificadas no mercado secundário, que embora não afectem directamente os juros da dívida já emitida servem de referência para novas emissões. Neste contexto, os investidores passaram a requerer taxas de rentabilidade cada vez mais elevadas para deterem OT portuguesas nas suas carteiras. As condições de mercado mais adversas também originaram uma alteração dos preços de emissão das novas séries de OT já existentes, as quais passaram a incluir um prémio maior para o investidor no momento de emissão ("abaixo do par"), alargando-se a diferença entre o valor de encaixe e o valor nominal (aquele que é reembolsado ao investidor no momento da amortização).

**Tabela 3 – Emissões de dívida mais recentes (2011)**

Maturidade	OT			BT				
	Out-14	Jun-20	Fev-16*	Jul-11	Jan-12	Ago-11	Jan-12	Fev-12
Data da Transacção	12-Jan	12-Jan	07-Fev	05-Jan	19-Jan	02-Fev	02-Fev	16-Fev
Prazo	4 anos	9 anos	5 anos	6 meses	1 ano	6 meses	1 ano	1 ano
Montante Colocado (M€)	691	648	3 500	541	1 017	537	848	1 095
Montante de Procura (M€)	1 708	1 892	7 000	1 308	2 317	2 170	2 077	1 883
Taxa média (%)	5,4	6,7	6,4	3,7	4,0	3,0	3,7	4,0
Preço médio da emissão (%)	94,0	86,1	99,8	98,8	96,1	98,4	96,5	96,1
Dif. p/ mercado secundário (%)	-0,7	-0,3	0,1					
Por memória: emissão anterior com a mesma maturidade (%)	Out-10	Nov-10	Jun-10	Set-10	Nov-10	Jan-11	Jan-11	Fev-11
	4,0	6,8	4,7	2,0	4,8	3,7	4,0	3,7

Fonte: IGCP. Cálculos da UTAO. | Nota: \* Emissão sindicada

9 Em Fevereiro, há a destacar a emissão sindicada de uma OT a 5 anos no valor de 3500 M€, com uma taxa média de 6,4%, representando um diferencial de +0,1 p.p. face à yield de uma OT com as mesmas características, transaccionada em mercado secundário. De notar que a última emissão com esta maturidade tinha ocorrido em Junho de 2010, com uma yield de 4,7%, a qual se situou abaixo dos níveis de mercado em vigor naquela data.

10 No que se refere às últimas emissões de BT, ainda que tenham sido efectuadas a taxas elevadas (a última das quais a 4%) há a registar um decréscimo quando comparadas com as últimas emissões com a mesma maturidade, colocadas no final de 2010: a emissão de 17 de Novembro de 2010 foi colocada com uma taxa de 4,8%.

11 Foram efectuadas ainda, desde o início do ano, colocações directas (*private placements*) de MTN, no montante total de 1142 M€, com taxas superiores às de emissões anteriores, bem como com um prémio acrescido face ao registado no mercado secundário.

### Necessidades Brutas de Financiamento

12 As emissões de dívida ocorridas até 24 de Fevereiro permitiram cumprir 24,1% e 20,2% das emissões previstas em 2011 de OT e BT, respectivamente. Por outro lado, as amortizações de BT ocorridas até ao momento já representam 35,8% do total de amortizações estimadas para 2011, no montante de cerca de 19 700 M€.

**Tabela 4 – Necessidades brutas de financiamento do Estado**

	2011 (prev.)		Execução <sup>2</sup>	
	M€	% PIB	M€	% do total
<b>1. Nec. líquidas de financiamento<sup>1</sup></b>	<b>10 746</b>	<b>6,1</b>		
<b>2. Amortizações</b>	<b>35 282</b>	<b>20,0</b>		
das quais:				
Bilhetes do Tesouro	19 261	10,9	6 887	35,8
Obrigações do Tesouro	9 490	5,4	0	0,0
<b>3. Nec. Brutas de financiamento (1+2)</b>	<b>46 028</b>	<b>26,1</b>		
Por memória:				
<b>Emissões no ano civil</b>	<b>45 694</b>	<b>26,0</b>	<b>10 074</b>	<b>22,0</b>
Obrigações do Tesouro	19 532	11,1	4 712	24,1
Bilhetes do Tesouro	19 700	11,2	3 988	20,2
Outras	6 462	3,7	1 374	21,3
das quais: MTN			1 142	

Fonte: MFAP, IGCP. Cálculos da UTAO.

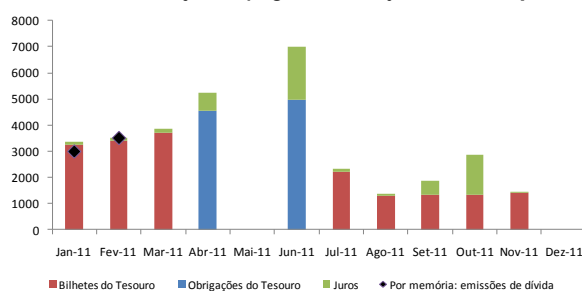
Notas: (1) Informação obtida a partir do Relatório do OE/2011.

(2) Informação disponibilizada pelo IGCP para Janeiro e Fevereiro.

13 Nos próximos quatro meses, as necessidades de financiamento brutas associadas a amortizações de OT e BT, e respectivo pagamento de juros, totalizarão cerca de 16 000 M€ (9% do PIB). Com efeito, no dia 18 de Março ocorrerá a amortização de um BT no valor 3848 M€, incluindo juros, e em Abril está programada a amortização de uma OT de 4532 M€, bem como o pagamento (estimado) de juros de cerca de 720 M€, associados a três OT cujo pagamento do cupão incidirá nesse mês. O mês de Junho será aquele em que se espera um esforço de refinanciamento maior, pois está prevista a amortização de uma OT de 4954 M€, acrescida do pagamento (estimado) de juros de 2025 M€, estes associados a várias OT.

14 Ainda relativamente aos juros, conforme informação da Síntese da Execução Orçamental da DGO, foram pagos em Janeiro juros do subsector Estado no montante de 104,9 M€, restando ainda remunerar 98,3% do total previsto no OE/2011, isto é, cerca de 6200 M€.

**Gráfico 4 – Amortizações e pagamento de juros em 2011 (em M€)**



Fonte: IGCP. Cálculos da UTAO para os juros.

Nota: O pagamento de juros é estimado com base no montante vivo de dívida.